

学校编码: 10384

学 号: 15520051301378



分类号_____密级_____

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

控制权私人收益：对管制的一个解释

Private Benefits of Control: an Explanation to Regulation

许 建 阳

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2008 年 10 月

论文答辩时间: 2008 年 11 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 10 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

声明人（签名）：

年 月 日

论文摘要

中国在经济转轨之前的计划经济时代,国家对经济的管制主要是通过国家直接拥有并管理企业来实现的,国有企业在国民经济中一统天下,即使在全面转向市场经济的今日,国有企业仍然在中国经济中扮演了举足轻重的角色,国有企业控制了能源、金融、交通、通信等关键性产业,国有企业仍然是政府对经济进行管制的主要手段,通过控制这些战略性行业,政府实质上仍保持了对经济的全面管制。

在国有企业全面掀起股份制改革之后,这些关键行业的企业由原来的政府独资所有转变为引入其它所有者的国有控股企业,仍然是政府管制经济的利器。

本文对这种特定的管制形式提出了一个控制权私人收益的解释。这个解释认为,对于政府而言,获得经济收益往往不是其控制企业的首要目标,提高社会福利、保卫国家安全、维护特定的政治经济制度和意识形态等等都可能是凌驾于直接经济收益之上的更重要的目标,这些目标可以被看作是政府的控制权私人收益,作为控制性股东的政府会为了满足私人收益而牺牲所控制企业的利润,因为私人收益是政府独享的,而所造成的利润损失则由全体股东分担。在此之上的一个推论是:国有独资企业通过股份制改革引入其它非控制性股东后,政府将有更大的管制的动机。

本文提出的管制的控制权私人收益解释,与现有的主流管制理论俘虏理论和公共利益理论存在差异,因此本文设计出了一套检验该解释的方法,用中国传媒业作为检验样本。检验结果表明,至少传媒行业的数据支持管制的控制权私人收益解释。

关键词: 控制权私人收益, 管制, 传媒业

Abstract

Before economic transition, Chinese government regulated the economy by owning and controlling almost all the enterprises directly. Today, although China has been developing market economy for decades, state-owned enterprises still play a very important role in economy. State-owned enterprises control those key industries, such as energy, finance, transportation, communication. State-owned enterprises is the primary means for the government to regulate the economy. By controlling these key industries, the government keeps the whole economy under its regulation substantively.

After the joint-equity reform, those state-owned sole proprietorship enterprises changed to state-controlled companies with minority shareholders, which are still the means for the government to regulate economy.

This paper comes up with an explanation of private benefits of control to this specific form of regulation. This explanation supposes, for the government, not economic benefits but other targets are the main reasons to control enterprises. These other targets may include social welfare, national security, political institution, ideology etc. All these targets other than economic benefits are the government's private benefits of control.

The government, as the controlling shareholder, would likely act the Non-Profit-Maximizing ways, and result in a financial loss which can be offset by its private benefits of control, leaving the minority shareholders suffering the loss.

Furthermore, being a parts-of-shares' owner, rather than being the sole owner, the government has a bigger incentive to regulate the economy.

This explanation of private benefits of control to regulation is different to Capture Theory of Regulation and Public Interest Theory of Regulation, so this paper develops an empirical way to test the explanation with the media industry as the sample. The empirical evidence proves the explanation.

Key words: private benefits of control, regulation, media industry

目 录

引 言.....	1
第一章 控制权私人收益的文献回顾.....	2
第一节 控制权私人收益(Private Benefits of Control)	2
第二节 控制权溢价及其度量	4
第二章 管 制	7
第一节 管制理论	7
第二节 国有企业——中国的管制实践	7
第三节 国有企业的股份制改造	8
第四节 管制的控制权私人收益解释	9
第三章 对管制的控制权私人收益解释的检验	11
第一节 研究思路	11
第二节 样本选择	11
第三节 传媒业背景介绍	14
第四节 实证设计与检验	19
结 论.....	26
参考文献.....	28
附录 1	30
附录 2	31
附录 3	32
致 谢.....	34

Contents

Preface	1
Chapter1 Literature Review of Private Benefits of Control	2
Section1 Private Benefits of Control	2
Section2 Premium of Control and the Measurement	4
Chapter2 Regulation	7
Section1 Theories of Regulation	7
Section2 State-Owned Enterprises—China’s Practice of Regulation	7
Section3 Joint-Equity Reform of State-Owned Enterprises	8
Section4 The Explanation of Private Benefits of Control to Regulation.....	9
Chapter3 Empirical Test	11
Section1 Devising of Test	11
Section2 Sample	11
Section3 Introduction of Media Industry	14
Section4 Testing	19
Conclusion	26
Reference	28
Appendix	30
Acknowledgement	34

厦门大学博士论文摘要库

引言

中国在经济转轨之前的计划经济时代,国家对经济的管制主要是通过国家直接拥有并管理企业来实现的,国有企业人、财、物全部归政府管理,是政府进行经济管制的最便利的手段。中国经济转轨之后,国有企业仍然在中国经济中扮演了举足轻重的角色,国有企业控制了能源、金融、交通、通信等关键性产业,通过控制这些战略性行业,政府实质上仍保持了对经济的全面管制。

根据影响巨大的 Stigler(1971)的俘虏理论(Capture Theory of Regulation),政府管制是被管制行业为了获得垄断利润而争取来的,管制机构(政府)最终会被被管制者(产业)所“俘虏”,管制提高了产业利润而不是社会福利。但是在中国的企业实践中,笔者发现一些特定的管制行业,其绩效表现与该理论相悖。以中国的传媒业为例,其绩效表现低下,与其近乎垄断的市场地位完全不匹配。因此本文试图开辟一个新的视角来审视中国的管制问题,并试图能够解释中国企业实践与俘虏理论的这种相悖。

本文共分为四个部分,结构如下:

第一部分先对公司治理领域的控制权私人收益理论作相关的文献回顾,为下文以控制权私人收益理论的视角研究管制问题打下基础。第二部分介绍管制的相关理论并介绍中国的管制实践,接着对国有控股企业这种特定的管制形式提出控制权私人收益的解释。第三部分对本文提出的控制权私人收益解释做实证的验证,选取传媒行业作为研究的样本。第四部分是全文的总结。

第一章 控制权私人收益的文献回顾

在现代公司治理领域，存在着两个层次的代理权问题，一个是股东与经理层的代理问题，另一个是小股东和控制股东之间的代理问题。长期以来，学者们把目光集中在第一个层次的代理问题，直到 20 世纪 80 年代，第二个层次的代理问题——即控制权私人收益问题，才开始进入研究者的视野。

第一节 控制权私人收益 (Private Benefits of Control)

1932 年美国学者 Berle 和 Means 在其《现代公司和私有财产》(The Modern Corporation and Private Property)中提出了著名的所有权与控制权分散理论。根据对美国 200 家最大非金融公司的研究，他们描绘了一幅公司治理的图景：公司的所有权大部分分散在小股东之间，而公司的管理由一班职业经理人来控制，当所有者与经营者分离后，所有者的利益与经营者的利益并不必然一致；同时，分散的所有者存在普遍的“搭车行为”，单个股东并无足够强烈的意愿来监督管理层，因此随着所有权的扩散，管理层将倾向于优先实现自己的利益，从而损害到股东的股权价值最大化的目标。

由于 Berle 和 Means 这一开创性的研究，并由 Jensen 和 Meckling (1976)提出代理成本的概念，股东与经理之间的委托代理关系成为公司治理研究的主流。在相当长的时间内，人们集中精力于研究如何协调股东与经理层的利益动机，从而最大限度地降低代理成本，以至于无暇在更广泛的范围内检验“股权分散”这一假设的现实性，并在此假设的基础上发展了现代公司财务理论。

这一状况直到 20 世纪 80 年代才获得改观。当把公司治理的视角扩大到美国以外的国家和地区时，人们发现所有权与控制权的分离并非普遍状态。在美国以外的富裕经济体，例如对德国、日本、意大利以及经合组织七国的大量实证研究发现了显著的所有权集中现象 (Edwards, Fischer(1994), Prowse(1992), Barca(1995)等)。对东南亚发展中国家的研究也显示出所有权呈高度集中状态

(La Porta 等(1998))。即使在美国,所有权分散的情况也不如想象中的普遍,数百个公开交易的大公司都存在股权超过 51% 的大股东 (Holderness, Sheehan(1988))。

这些研究表明,在许多国家,大公司不仅拥有大股东,并且这些大股东也积极从事于公司的治理,这与 Berle 和 Means 认为公司管理层对股东不负责任的想法是不同的。¹

La Porta 等(1999)研究了 27 个富裕国家的大公司的股权结构,发现除了在对小股东权益有着良好保护的普通法系国家外,很少有大公司的股权是分散的,这些公司大都控制在私人家族或政府手中。

根据同股同权的原则,公司股东根据它所持有的股份比例得到公司的收益。但是,大量的研究表明,获得控制权的大股东往往会得到超出其所持股份比例的额外收益 (Fama, Jensen(1983), De Angelo(1985), Demsetz, Lehn(1985)), 即公司的控制权具有额外的经济价值。

在普遍集中的股权结构下,公司治理研究的重点自然从股东与经理层的代理问题转到小股东和控制股东之间的代理问题。并且,在一定程度上,后者可以涵盖前者。

关于控制权所具有的额外的经济价值,由 Grossman 和 Hart(1988)首先以控制权私人收益(Private Benefits of Control)的概念来定义它。他们将公司的价值分为两部分:一部分是公司股息的现值,这部分价值由全体股东按持股比例分配,因此称之为共享收益(Public Benefits);另一部分是经营者所享有的私人利益,称之为控制权私人收益。

受其天然性质的影响,控制权私人收益难以被观测,更难以可靠地计量,因为只有当这种收益是难以证实的情况下,公司控制人才可以攫取它,否则,非控制性股东可以在法庭上轻松地举证以分享这部分收益。² 因此,世人对控制权收益的来源、形式莫衷一是。

Harris 和 Raviv(1988)、Aghion 和 Bolton(1992)认为这种收益来源于某些股东拥有控制权而产生的心理价值(Psychic Value)。

¹ La Porta R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, (54): 471-517.

² Dyck, A. and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. Journal of Finance, 2004, (59): 537-600.

描述这种心理价值的一个经典案例是：一位热衷于举行盛大晚宴的牙科医生最后自己开了一家餐馆。他进入餐饮业的动机并非为了赚钱，而是为了象电影《卡萨布兰卡》(Casablanca)里的主人公 Rick 一样，在自己的餐厅里逛来逛去，到处签单。³这样的情形在中国显得十分普遍，稍有规模的企业都热衷于经营自己的酒店或会所，而并不真正在乎它们的盈利情况。

Jensen 和 Meckling(1976)认为控制权收益来源于企业高级管理人员的在职消费(Perquisites)。人们对高级管理人员天文数字的薪酬以及出入五星级酒店、豪华坐驾乃至公务飞机的必要性的怀疑在一定程度上支持了这一假设。

La Porta 等(1997)认为控制权收益是控股股东把公司资源仅服务于自己或者直接以偷盗方式挪占公司资源所产生的效益。

Simon, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2001)对于控股股东地下利益输送行为(Tunneling)作了更详尽的描述，包括：公司为控股股东的关联方提供贷款担保和销售信贷等关联交易；剥夺公司的发展机会为自己牟利；利用稀释性股权再融资剥夺少数股东权益等。我国上市公司对这类机会的利用到了淋漓尽致乃至明目张胆的地步。

Dyck 和 Zingales(2004)还指出控制权收益更隐蔽的形式。某项资产或产品的“公平”价格是存在争议的，交易价格与“公平”价格的小小差异在法庭上难以被证实，如果交易涉及的数量巨大，则可以轻易地产生出数量可观的控制权私人收益。另一种情形，公司的控制人在公司经营活动中可能获得某项信息，而这一信息可能在其它领域（非本公司业务范围内）具有潜在的价值，因此控制性股东可以通过他所拥有的其它公司来利用这一信息得利，而无须与本公司其他股东分享。这种情形与并购领域内的协同效应非常类似。

第二节 控制权溢价及其度量

公司控制权可以带来收益，满足控制者的效用，因此具有价值。在企业并购的实践中，并购者往往愿意付出高于非控制权股份的价格来获取拥有控制权的股份，这部分价值差就是所谓的控制权溢价。因此控制权溢价可以粗略理解为并购过程中控制权私人收益的体现。

³ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe. Corporate Finance [M]. McGraw-Hill Education, 2002.

之所以称这一理解为“粗略”的，在于控制权溢价与控制权私人收益可能产生较大的偏离。例如，控制权私人收益如果来源于对原控制股东某种特殊心理的满足，则这样的价值并不会被潜在收购者所认可，因此在转让过程中没有人愿意付出溢价；另一种情形，如果控制权溢价来源于协同效应或潜在的管理绩效提升，而这种协同效应或潜在的管理绩效提升对原控制股东而言并不存在，这也会导致控制权溢价高于控制权私人收益。

由于直接度量控制权的私人收益是非常困难的，因此往往采用控制权溢价这个代理变量来估算控制权收益的大小，主要采用的方法有四种。

第一种方法由 **Barclay** 和 **Holderness**(1989)提出，适用于发生大额股权交易的上市公司。当公司发生控制权转移时，控制性股权受让方所支付的每股价格包含了受让方获得的所有权份额能带来的未来现金流收益的价值，以及由其控制权所带来的隐性收益的价值。而宣布控制权转移后的第一个交易日的收盘价反映的则仅仅是所预期的未来现金流收益的价值。**Barclay** 和 **Holderness** 因此通过受让方为控制权支付的每股价格与宣布控制权转移后的第一个交易日的收盘价之差来测量控制权溢价，进而估计受让方获得的控制权的隐性利益。在研究了 1978 年到 1982 年间在纽约证券交易所和美国证券交易所发生的 63 起私下协议的大宗股权价格与交易宣布后的市场价格的差异后，**Barclay** 和 **Holderness** 发现控制权的平均溢价水平达到 20%。**Dyck** 和 **Zingales**(2004)用同样方法对 39 个国家的 412 起控制权转移交易进行比较研究后发现，控制权收益的平均值为 14%，但是在国家之间差异很大，控制权收益较大的国家，其资本市场发展水平较低，所有权集中程度较高，中小股东受法律保护的水平较低。

第二种方法由 **Lease, McConnell** 和 **Mikkelson**(1983)提出，适用于发行差别投票权股票的上市公司。如果两种股票具有相同的现金流索取权和不同的投票权，则可以通过计算这两种股票的价格差得到投票权的价值，即控制权溢价，进而估计控制权的私人收益。**Lease, McConnell** 和 **Mikkelson** 在 26 个公司从 1940 年到 1978 年的数据统计中发现，控制权溢价达到 5.44%；**Levy**(1982)的类似研究发现以色列公司的控制权溢价达到 45.5%；**Zingales**(1994)对米兰证券交易所上市公司的研究发现意大利公司控制权溢价约为公司股票市价的 16%~37%；**Zingales**(1995a)通过对美国上市公司不同投票权股票的价差进行研究，发现美国上市公司的投票权股票相对于无投票权股票具有 3.02%的控制权溢价。

第三种方法由Hanouna和Shapiro(2002)提出，此法以控制权交易价格和小额股权交易价格的差额来衡量控制权价值。他们对西方七国在1986-2000年间发生的9566宗收购案进行分析，根据产业类别和交易时间将控制权交易和小额股票交易进行配对发现，控制权交易价格平均比小额股权交易价格高出18%左右。

第四种方法是由Bai, Liu和Song(2002)研究中国公司时提出的。他们认为一家上市公司被宣布ST前后的累积超额收益就是控制权收益的良好估值，并认为这种方法与Barclay和Holderness(1989)的方法是一致的。他们认为，一家上市公司在被ST之后，控股股东为了保住壳资源往往会频繁进行资本运作，以求改善财务状况，这些努力必然会反映到股价中。他们考察了1989-1999年被宣布ST的50家公司的股价变动情况后，发现ST公司22个月的平均超额累积收益率高29%，并且控制权的价值与第一大股东的持股比率及其他大股东的持股集中度成正比。

由于我国证券市场的特殊性，控制权私人收益的度量更是难上加难。在股权分置改革之前，我国上市公司拥有控制权的股份往往是非流通股，流通性的差异导致拥有控制权的非流通股价格反而大大低于不拥有控制权的流通股，二者根本不具有可比性，因此 Barclay 的方法行不通。（即使在股权分置改革完成后，控制权转让市场的成熟仍需要一定的时间。）同时，我国证券市场不存在不同表决权的股票，因此也不可能使用 Lease 的方法。

国内学者在控制权溢价的度量上做了一些尝试，主要是对 Barclay 的方法进行一些变形，以唐宗明和蒋位(2002)的研究为代表，由于国内大额股权转让主要发生在非流通股股东之间，以每股净资产作为定价基础，因此假设被转让股份的每股价值等于其每股账面净资产，将大宗股权转让价格与每股净资产之间的差额等同于控制权溢价水平，并以此来估计我国上市公司控制权的隐性收益，这个方法最大的问题也许正出自于这个假设。另外，朱峰、曾五一(2002)在《上市公司控股权溢价研究》采用的则是 Hanouna 和 Shapiro(2002)所使用的方法。

第二章 管制

管制相关理论的发展远早于控制权私人收益理论,这两个理论一个研究政府与企业的关系,一个研究微观的公司治理问题,之间似乎并不存在交集。笔者通过研究发现,中国特定的管制形式——国有控股企业,可以将这两个理论联系起来。

第一节 管制理论

管制理论滥觞于 Pigou(1932)的《福利经济学》(The Economics of Welfare),他认为外部效应⁴所造成的市场失灵会减损社会福利,为了纠正市场失灵,实现公共利益,就需要引入政府的干预。这种公共利益理论假设了一个理想的政府,这个政府不仅公正、仁慈,一心一意促进社会福利,不存在自身利益,而且,这个政府聪明、有效,能对市场做出理性的计算,使得管制结果达到帕累托最优。

对正统的公共利益理论提出最有力挑战的是Stigler(1971)的俘虏理论(Capture Theory of Regulation)。俘虏理论认为,政府管制是被管制行业为了获得垄断利润而争取来的,管制机构(政府)最终会被被管制者(产业)所“俘虏”,管制提高了产业利润而不是社会福利。

第二节 国有企业——中国的管制实践

中国在经济转轨之前的计划经济时代,国家对经济的管制主要是通过国家直接拥有并管理企业来实现的。与计划经济相伴相生的是全面的公有制经济,国有企业一统天下。之所以国有企业一统天下,除了意识形态的原因外,还在于国有企业人、财、物全部归政府管理,是政府进行经济管制的最便利的手段。而为什么政府需要对经济进行全面的管制,根据林毅夫的解释,在于当时政府人为地违

⁴ 外部效应指一个企业的活动或者一种产品的消费对其它企业、消费者或者整个社会造成有利或者有害的影响,而该企业并不为此承担相应的成本或者获得相应的报酬。

背比较优势原则优先发展重工业，“在资金稀缺条件下推行资金密集的重工业优先发展战略，必须要求政府出面压低产品和要素的价格，从而形成扭曲的宏观政策环境。在这种宏观政策环境下的资源配置，不可能利用市场机制，而一种高度集中的资源计划配置制度就成为必要的内生制度安排。”⁵简而言之，国有企业一统天下，是出于经济管制的需要，而管制，是出于人为扭曲要素价格的需要。

根据林毅夫的比较优势理论的解释，中国经济转轨之后，特别是 1992 年中国共产党的十四大确立建立社会主义市场经济体制之后，已经基本不存在人为扭曲要素价格的环境，因此也就不必要对经济继续进行全面的管制，理论上，由政府直接管理的国有企业也就失去了存在的必要。

但是时至今日，国有企业仍然在中国经济中扮演了举足轻重的角色，国有企业控制了能源、金融、交通、通信等关键性产业，在新一轮的国有资产管理体制改革之后，国有企业“资产规模大幅增加，经济效益和运行质量显著提高”。⁶可以说，国有企业仍然是政府对经济进行管制的主要手段。

值得注意的是，国有企业在发展方向上进一步明确了退出竞争性行业，在战略性行业扩张。而所谓“战略性行业”，就是能源、金融、交通、通信等关键性产业。通过控制这些战略性行业，政府实质上仍保持了对经济的全面管制。

比较优势理论已不能很好地解释转轨之后的中国经济为什么要继续保持对经济的大面积管制。从国有企业控制的行业来看，能源、金融、交通、通信等行业，恰恰也是自然垄断性行业，或者是外部性显著的行业，政府通过国有控股企业保持对这些行业的管制，暗合了管制理论中的公共利益理论：通过直接管理的国有企业，政府可以用最便利的手段来实现对容易产生市场失灵的行业进行管制，从而实现公共利益。

第三节 国有企业的股份制改造

在中国经济的转轨过程中，国有企业改革是与股份制改革紧密联系的，股份制改造在某种程度上成为国有企业改革的同意语。

股份制改革起始于上个世纪八十年代，一些企业进行股份制试点，向本企业内部职工发行股票和债券，其中少数企业向社会发行股票，1986 年 9 月 26 日，

⁵ 林毅夫，蔡昉，李周. 中国的奇迹：发展战略与经济改革 [M]. 上海：三联书店，1999.

⁶ 李荣融. 五年来国有企业改革取得重大进展[J]. 工业审计与会计，2008，(2).

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库